

## 公司研究

## Q3 扣非归母净利润环比提升，公司将受益于竞争格局改善

## ——顺丰控股（002352.SZ）2021年前三季度业绩预告点评

## 要点

◆**事件：公司发布2021年前三季度业绩预告。**公司2021年前三季度实现归母净利润约17.6亿元-18.6亿元，同比下降约67%-69%；其中公司第三季度实现归母净利润约10亿元-11亿元，同比下降约40%-46%，第三季度实现扣非归母净利润约7.5亿元-8.5亿元，同比下降约55%-49%，环比第二季度（6.57亿元）增长约14%-29%，公司整体盈利水平实现逐季稳步回升。

◆**公司快递行业件量占比同比下降。**公司2021年前八个月快件完成量约68.5亿票，同比增长约38.6%，低于行业平均增速1.5pct；公司快递业务量占全国快递服务企业业务量的比例约为10.18%，较上年同期占比下降0.11pct。

◆**前置资源投入、扶持政策退出导致成本短期承压。**为打造综合物流服务能力 and 长期核心竞争力，完善产品矩阵，提升市场份额，公司今年以来加速各业务板块的市场开拓和网络建设，持续夯实运营底盘，提升网络整体的件量处理规模和能力。公司的资源投入在未来伴随件量攀升将逐步摊薄单票固定成本，实现效益优化。此外，去年国家为应对疫情影响推出的免征增值税、减免企业社会保险费等一系列税费减免政策，有效缓解了公司的成本压力，今年无相关优惠政策。

◆**运营效率提升，公司盈利能力改善。**公司第三季度业绩环比改善原因如下：公司不断完善产品分层，制定针对性市场策略，调优产品结构，提升产品定价能力；同时，公司持续推动网络资源整合、成本精细化管理、中转场自动化设备升级等举措，场地、运力资源利用率以及营运操作效能逐步提升，从而改善整体效益。

◆**《浙江省快递业促进条例》正式通过，行业价格战趋缓，电商快递格局可能出现新变化。**9月29日浙江省人大审议通过《浙江省快递业促进条例》，其中提到“快递经营企业无正当理由不得低于成本价格提供快递服务”，“电子商务经营者应当在销售商品的页面标明提供快递服务的企业”，“鼓励电子商务经营者在快递经营企业、快件包装、定时派送、投递方式等方面为收件人提供个性化、差异化的快递服务选择”。在快递公司服务电商的实际操作中，大部分情况下都由商家选择快递公司，而消费者选择快递公司的主动权十分有限。如果未来消费者所能选择快递公司的范围扩大，那么具有服务优势和品牌优势的龙头快递公司将直接受益，考虑到顺丰快递在时效件业务建立起来的客户信任，电商快递选择权的放开能帮助公司进一步扩大电商件市场份额，贡献新的盈利增长点。

◆**投资建议：**公司调优产品结构，通过前期资源投入提升运营效率，公司盈利能力开始逐步恢复，基于公司经营效率提升滞后于前期资源投入，暂不考虑增发以及收购嘉里物流的影响，我们下调公司21-23年EPS 28%/4%/2% 分别至0.71、1.29、1.69元；《浙江省快递业促进条例》落地，考虑公司将直接受益于价格战缓和以及电商快递行业格局可能出现的新变化，我们维持公司“增持”评级。

◆**风险提示：**宏观经济波动风险导致快递需求下降；行业竞争超预期导致单票收入下滑，进而影响公司利润水平；募集资金投资项目以及收购实施进展低于预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	112,193	153,987	188,029	229,634	284,861
营业收入增长率	23.37%	37.25%	22.11%	22.13%	24.05%
净利润（百万元）	5,797	7,326	3,221	5,871	7,694
净利润增长率	27.23%	26.39%	-56.04%	82.29%	31.05%
EPS（元）	1.31	1.61	0.71	1.29	1.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.66%	12.98%	5.57%	9.31%	11.05%
P/E	53	43	98	54	41
P/B	7.2	5.6	5.4	5.0	4.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-10-12

## 增持（维持）

当前价：69.01元

## 作者

分析师：程新星

执业证书编号：S0930518120002

021-52523841

chengxx@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	45.56
总市值(亿元)	3144.40
一年最低/最高(元)	54.39/124.06
近3月换手率	27.21%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	13.74	12.37	-22.21
绝对	11.58	7.53	-20.55

资料来源：Wind

## 相关研报

Q2 扣非归母净利润转正，盈利能力有望逐步回升——顺丰控股（002352.SZ）2021年中报点评（2021-08-22）

前置资源投入初见收获，四网融合成效逐渐显现——顺丰控股（002352.SZ）2021年半年度业绩预告点评（2021-07-13）

短期盈利能力承压，看好长期竞争优势——顺丰控股（002352.SZ）2021年一季报点评（2021-04-23）

持续扩展物流网络，速运业务优势明显——顺丰控股（002352.SZ）2020年报点评（2021-03-18）

增发夯实业务基础，收购扩展国际网络——顺丰控股（002352.SZ）非公开增发及收购嘉里物流事件点评（2021-02-10）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	112,193	153,987	188,029	229,634	284,861
营业成本	92,650	128,810	163,936	197,216	243,908
折旧和摊销	3,805	4,617	5,521	6,110	7,389
税金及附加	280	379	470	574	712
销售费用	1,997	2,252	2,750	3,359	4,167
管理费用	9,699	11,600	15,042	18,371	22,789
研发费用	1,193	1,742	2,127	2,597	3,222
财务费用	683	853	1,511	2,171	2,670
投资收益	1,076	851	400	500	600
营业利润	7,409	10,136	4,109	7,654	10,187
利润总额	7,426	10,039	4,129	7,674	10,207
所得税	1,802	3,107	1,032	1,919	2,552
净利润	5,625	6,932	3,097	5,756	7,655
少数股东损益	-172	-394	-124	-115	-38
归属母公司净利润	5,797	7,326	3,221	5,871	7,694
EPS(元)	1.31	1.61	0.71	1.29	1.69

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	9,121	11,324	6,258	19,855	18,364
净利润	5,797	7,326	3,221	5,871	7,694
折旧摊销	3,805	4,617	5,521	6,110	7,389
净营运资金增加	2,489	3,289	5,698	-2,512	4,152
其他	-2,970	-3,908	-8,182	10,386	-871
投资活动产生现金流	-14,049	-14,884	-6,319	-12,190	-3,767
净资本支出	-6,372	-12,203	-9,459	-12,000	-5,000
长期投资变化	2,222	3,647	0	0	0
其他资产变化	-9,898	-6,329	3,140	-190	1,233
融资活动现金流	7,372	1,332	2,447	-3,504	-9,074
股本变化	-4	142	0	0	0
债务净变化	9,021	-4,050	5,841	-764	-5,227
无息负债变化	6,320	8,408	-98	4,964	6,838
净现金流	2,465	-2,298	2,385	4,161	5,523

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	17.4%	16.3%	12.8%	14.1%	14.4%
EBITDA 率	10.5%	10.3%	5.6%	6.6%	6.8%
EBIT 率	6.5%	6.9%	2.7%	4.0%	4.2%
税前净利润率	6.6%	6.5%	2.2%	3.3%	3.6%
归母净利润率	5.2%	4.8%	1.7%	2.6%	2.7%
ROA	6.1%	6.2%	2.6%	4.5%	5.6%
ROE (摊薄)	13.7%	13.0%	5.6%	9.3%	11.1%
经营性 ROIC	11.5%	12.4%	5.4%	9.4%	12.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	49%	51%	50%	49%
流动比率	1.38	1.24	1.16	1.12	1.29
速动比率	1.36	1.21	1.13	1.09	1.25
归母权益/有息债务	1.68	2.66	2.13	2.40	3.30
有形资产/有息债务	2.99	4.39	3.74	4.22	5.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	92,535	111,160	118,116	127,503	135,593
货币资金	18,521	16,418	18,803	22,963	28,486
交易性金融资产	2,910	6,277	4,594	5,435	5,014
应收帐款	12,045	16,849	18,709	16,074	19,940
应收票据	43	166	106	155	221
其他应收款 (合计)	0	0	0	0	0
存货	882	987	1,538	1,746	2,105
其他流动资产	5,737	7,248	7,248	7,248	7,248
流动资产合计	42,897	51,677	55,883	59,177	69,746
其他权益工具	4,934	5,027	4,981	5,004	4,992
长期股权投资	2,222	3,647	3,647	3,647	3,647
固定资产	18,904	22,357	28,035	30,285	32,414
在建工程	3,116	5,380	4,035	7,417	2,979
无形资产	10,008	10,633	10,279	9,936	9,605
商誉	3,565	3,377	3,377	3,377	3,377
其他非流动资产	563	1,463	1,463	1,463	1,463
非流动资产合计	49,638	59,483	62,233	68,326	65,847
总负债	50,042	54,400	60,143	64,343	65,954
短期借款	6,053	7,997	13,178	12,743	7,351
应付账款	11,988	15,485	16,394	19,722	24,391
应付票据	30	0	0	0	0
预收账款	670	28	708	759	688
其他流动负债	5,678	7,585	7,585	7,585	7,585
流动负债合计	30,982	41,809	48,151	52,894	54,234
长期借款	6,540	1,866	1,866	1,866	1,866
应付债券	10,598	8,425	9,512	8,969	9,240
其他非流动负债	534	613	613	613	613
非流动负债合计	19,060	12,592	11,992	11,449	11,721
股东权益	42,494	56,760	57,973	63,160	69,639
股本	4,415	4,556	4,556	4,556	4,556
公积金	16,725	25,150	25,472	26,059	26,683
未分配利润	19,737	25,708	27,103	31,767	37,686
归属母公司权益	42,420	56,443	57,780	63,082	69,599
少数股东权益	74	317	193	78	39

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.78%	1.46%	1.46%	1.46%	1.46%
管理费用率	8.65%	7.53%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	0.61%	0.55%	0.80%	0.95%	0.94%
研发费用率	1.06%	1.13%	1.13%	1.13%	1.13%
所得税率	24%	31%	25%	25%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.27	0.33	0.14	0.25	0.34
每股经营现金流	2.07	2.49	1.37	4.36	4.03
每股净资产	9.61	12.39	12.68	13.84	15.27
每股销售收入	25.41	33.80	41.27	50.40	62.52

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	53	43	98	54	41
PB	7.2	5.6	5.4	5.0	4.5
EV/EBITDA	28.4	21.3	31.4	21.6	16.7
股息率	0.4%	0.5%	0.2%	0.4%	0.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE